

УДК 336.02

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ЕЦБ: НОВЕЙШИЕ ТЕНДЕНЦИИ¹

Буторина Ольга Витальевна,

д-р экон. наук, профессор, заместитель директора по научной работе,
ФГБУН «Институт Европы РАН»
125009, г. Москва, ул. Моховая, д. 11, стр. 3в
E-mail: olgabutorina@mail.ru

Монетарная политика Европейского центрального банка (ЕЦБ) кардинально преобразилась за последние десять лет в результате мер, принятых в ответ на мировой финансовый кризис 2008 г. При создании единой валюты главная задача ЕЦБ полностью укладывалась в идеологию монетаризма и состояла исключительно в поддержании ценовой стабильности. Теперь главный банк еврозоны борется не с инфляцией, а с ее противоположностью — дефляцией. При этом идеология и практика монетарной политики пополнились многими новыми элементами, в том числе кейнсианского свойства.

Острая фаза кризиса давно позади. Однако еврозона, как и весь Европейский союз, не вернулась на траекторию устойчивого экономического роста, что побуждает ЕЦБ искать новые средства влияния на финансовые рынки и в конечном счете — на реальный сектор. Данный, инновационный по своей сути, процесс идет непрерывно с 2008 г. и продолжается по сей день. За последние два-три года в нем появились интересные и даже неожиданные элементы, заслуживающие внимания специалистов. Их разбору и посвящена данная статья.

Ключевые слова: Европейский центральный банк, еврозона, денежно-кредитная политика, трансмиссионный механизм, дефляция.

MONETARY POLICY OF THE ECB: NEWEST TRENDS

Butorina O.

Since the global financial crisis, the European Central Bank (ECB) has dramatically reformed its monetary policy. At the advent of the single currency, the main and the only objective of the ECB was to maintain price stability which perfectly complied within the monetarist theory. At present the ECB has to combat not inflation, but its opposite — deflation. Consequently, the ideology and day-today practice of monetary policy has been enriched with many elements, including those of Keynesian nature.

The most acute phase of the crisis is over. However, the euro area as the European Union as a whole have not returned to the sustainable growth. In this challenging environment the ECB looks for additional tools to reach money markets and, ultimately, the non-financial institutions. This highly innovative process has been constantly developing for almost a decade. This paper sheds light on some new and non-trivial elements of the ECB monetary policy that have emerged over the recent two or three years.

Key words: European Central Bank, euro area, monetary policy, transmission mechanism, deflation.

¹ Статья подготовлена при поддержке Российского фонда фундаментальных исследований в соответствии с проектом № 15-07-00063 «Роль мировых денег в глобальном управлении». Автор выражает благодарность чл.-корр. РАН, д-ру экон. наук, проф. В. П. Фёдорову и д-ру экон. наук, проф. А. В. Холопову за прочтение текста и полезные рекомендации. Ответственность за любые возможные ошибки несет исключительно автор.

**ТРАЕКТОРИЯ АНТИКРИЗИСНЫХ
ДЕЙСТВИЙ**

Мировой финансовый кризис начался в еврозоне с кризиса ликвидности. Когда в сентябре 2008 г. американские банки из-за внутренних неплатежей урезали кредиты европейским банкам-партнерам, те начали массово придерживать средства, опасаясь цепочки неплатежей. Европейский рынок межбанковских кредитов встал, банки не хотели кредитовать партнеров даже под высокий процент. С денежного рынка исчез самый ходовой товар — необеспеченные суточные ссуды, базовые рыночные ставки (LIBOR, EURIBOR, EONIA) утратили репрезентативность.

Комплекс антикризисных мер, которые были приняты руководящими органами ЕС, включая Европейский центральный банк, получил всестороннее освещение в академической литературе — зарубежной и российской. Среди отечественных экономистов, в чьих работах раскрываются направления реформирования монетарной политики ЕЦБ, следует назвать А.И. Бажана, Ю. А. Борко, О.В. Буторину, В.Г. Варнавского, К.Н. Гусева,

А.Н. Дубянского, М.Л. Ларионову, И.Н. Люкевича, В.Я. Пищика, С. Ф. Серегину, А.Н. Цибулину и др.²

На первом этапе кризиса ЕЦБ делал все для спасения банковской системы. Нехватка ликвидности представляла серьезную угрозу для экономики еврозоны, поскольку в Европе именно банковские депозиты и ссуды являются наиболее важными инструментами кредитования реального сектора. В конце 2007 г. объем выданных и непогашенных кредитов частному сектору составлял 145 % ВВП еврозоны, тогда как в США это соотношение равнялось 63%. «Паралич» денежных рынков был опасен еще и потому, что они служат передаточным звеном, через которое денежно-кредитная политика ЕЦБ воздействует на реальный сектор. Если рынок межбанковских кредитов бездействует, то перестает работать и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: исходящий от эмитента сигнал не доходит до предприятий и населения. С этой точки зрения преодоление кризиса ликвидности было необходимым условием поддержания жизнеспособ-

²Бажан А.И. Еврозона — проблемное будущее // Белорусский экономический журнал. — 2011. — № 3 (56). — С. 76–85; Бажан А.И., Гусев К.Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне. Европа XXI века Новые вызовы и риски / Под ред. Ал. А. Громыко и В. П. Фёдорова. — М.; С-Пб., 2017. — С. 178–193; Борко Ю. А. ЕС после финансово-экономического кризиса. Европейский союз в XXI веке: время испытаний / Под ред. О. Ю. Потемкиной (отв. ред), Н. Ю. Кавешникова, Н.Б. Кондратьевой. — М.: Весь Мир, 2012. — С. 35–71; Буторина О. В. Антикризисная стратегия Европейского союза: ближние и дальние рубежи // Политика. — 2009. — № 3. — С. 115–120; Буторина О.В., Цибулина А.Н. Экономический и валютный союз / Под ред. О.В. Буториной (отв. ред.) и Н.Ю. Кавешникова // Европейская интеграция. Учебник. — Изд. 2-е, перераб. и доп. — М.: Аспект Пресс, 2016. — С. 198–228; Варнавский В.Г. Системный кризис еврозоны: экономика vs политика // Мировая экономика и международные отношения. — 2012. — № 11. — С. 43–49; Долговой кризис в ЕС и перспективы евро. Доклады Института Европы РАН № 276 / Под ред. А. И. Бажана (отв. ред.), А. А. Масленникова. — М.: Институт Европы РАН, 2012; Гусев К.Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне // Банковское дело. — 2015. — № 8. — С. 14–17; Дубянский А. Н. Проблемы евро как единой валюты // Петербургский экономический журнал. — 2013. — № 1 (1). — С. 65–72; Еврозона: проблемы и перспективы // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 5. Экономика. — 2017. — Т. 33. — Вып.2. — С. 303–335; Ларионова М.Л., Серегина С.Ф. Европейский долговой кризис и новые направления реформирования механизмов экономической политики ЕС // Российский экономический журнал. — 2012. — № 6. — С. 68–94; Пищик В.Я. Тенденции развития европейского экономического и валютного союза // Международная экономика. — 2013. — № 2. — С. 28–35; Пищик В. Я. Дисбалансы в зоне евро и новые подходы к их регулированию: институциональный и управленческий аспекты // Банковское дело. — 2015. — № 10. — С. 25–33; Цибулина А. Н. Банковский и фискальный союзы в ЕС: что важнее? // Вестник МГИМО-Университета. — 2014. — № 4 (37). — С. 155–161.

ности евросистемы, т. е. существования ЕЦБ и единой валюты.

Осенью 2008 г. ЕЦБ нарастил объем ликвидности, центробанки еврозоны предоставляют коммерческим банкам посредством стандартных недельных тендеров в рамках основных операций рефинансирования евросистемы. Возникавшие на финансовых рынках излишки средств изымались при помощи операции тонкой настройки. Были значительно продлены сроки кредитования по операциям длительного рефинансирования — сначала с трех до шести месяцев, а в июне 2009 г. — до 12 месяцев. Далее ЕЦБ начал вливать наличность в банковскую систему посредством суточных кредитов, попутно он ослабил требования к залоговым активам и расширил круг принимаемых в обеспечение ценных бумаг. Вскоре последовало беспрецедентное решение о проведении кредитных тендеров не с плавающей, а с фиксированной ставкой и не с частичным, а с полным обеспечением поданных коммерческими банками заявок. Компенсируя нехватку средств в иностранных валютах, ЕЦБ провел нестандартные операции рефинансирования в долларах и в швейцарских франках. Позже он приступил к прямой покупке у банков закладных листов (covered bonds).

В отношении банков еврозоны ЕЦБ выступал как кредитор последней инстанции. Действуя в этой ипостаси, он решал две различные по своей природе проблемы. Во-первых, ему пришлось иметь дело с беспрецедентным по своим масштабам системным

шоком ликвидности, который грозил трансформироваться в общий кризис ликвидности с самыми неблагоприятными последствиями, такими как неуправляемое сокращение широкой денежной массы и номинального дохода. Для решения данной проблемы ЕЦБ сдерживал сокращение имевшихся у банковской системы денежных средств и восполнял замедленное обращение денег в рамках так называемого монетарного подхода (monetary approach). Во-вторых, ЕЦБ считал необходимым вмешаться в разрешение особенно острых специфических проблем ликвидности, которые возникали у отдельных платежеспособных кредитных учреждений или их групп. Данная функция подразумевала оказание экстренной помощи пострадавшим финансовым институтам в рамках так называемого кредитного подхода (credit approach)³.

После того как угроза кризиса ликвидности миновала, ЕЦБ сменил вектор действий, а именно перенес внимание с пассивов банков на их активы. Данный поворот наметился в 2012–2013 гг. и в полной мере свершился в 2014 г. Главный банк еврозоны теперь уже занимался не спасением банковской системы, а направлением ее ресурсов на финансирование реальной экономики. Для этого он внедрил три новых инструмента:

- 1) целевые долгосрочные операции рефинансирования (targeted longer-term refinancing operations — TLTRO);
- 2) отрицательные процентные ставки по депозитам, которые коммер-

³ Praet P. The ECB and its role as lender of last resort during the crisis. Speech at the Committee on Capital Markets Regulation conference on «The lender of last resort — an international perspective», Washington DC, 10 February 2016 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160210.en.html>.

ческие банки держали на счету у национальных центральных банков;

3) программа количественного смягчения, предусматривающая покупку центробанками коммерческих и государственных ценных бумаг у коммерческих банков.

Первые целевые долгосрочные операции рефинансирования были объявлены в июне 2014 г., а последнее — в марте 2016 г. Данные операции расширили базу розничного кредитования, увеличили его объемы и способствовали снижению ставок на рынке коммерческих кредитов.

Отрицательные процентные ставки, образно выражаясь, вынудили коммерческие банки покинуть зону комфорта, где они, не имея рисков, размещали средства на счетах центробанков и получали фиксированный, пусть и небольшой, доход. Исчезновение такого дохода заставило их искать место приложения своим свободным средствам на ссудном рынке для реального сектора. С 11 июля 2012 г. ЕЦБ ввел нулевые ставки по суточным депозитам в рамках постоянных инструментов рефинансирования (*standing facilities*). Два года спустя, а именно с 11 июля 2014 г., он понизил депозитную ставку до $-0,1\%$ годовых, 10 сентября 2014 г. она опустилась до $-0,2\%$ годовых, а потом еще дважды смещалась вниз в декабре 2015 г. и в марте 2016 г. С тех пор она держится на историческом минимуме — $-0,4\%$ годовых. С 16 марта 2016 г. ставка по основным операциям рефинансирования составляет также рекордно низкие 0% годовых. Другими словами, коммерческим банкам, выполняющим

правила евросистемы, ликвидность предоставляется бесплатно.

Программа количественного смягчения, т. е. покупки активов, была впервые запущена 9 марта 2015 г. в целях противодействия дефляции. Средний ежемесячный объем чистых покупок ценных бумаг составлял на протяжении 2015–2017 гг. от 60 до 80 млрд евро. Данная программа, по заявлению ЕЦБ, действует до конца 2017 г. или и до тех пор, пока Совет управляющих ЕЦБ не убедится в устойчивой корректировке динамики цен, которая должна согласоваться с его среднесрочным ориентиром, составляющим около 2% в год. Данная программа не только влияла на темп инфляции, но и содействовала общему снижению доходности ценных бумаг. Таким образом она умеряла аппетиты банков к вложениям в ценные бумаги, понуждая их переключаться на ссуды реальному сектору.

О последствиях программы количественного смягчения имеется и противоположное суждение. Так, авторитетный российский экономист М.А.Портной полагает, что массированный выкуп центральными банками государственных облигаций означает опосредованное финансирование государственного долга за счет печатного станка. Правила финансовой дисциплины соблюдаются лишь формально: сначала гособлигации приобретаются банками и иными инвесторами на фондовом рынке, куда затем выходят центральные банки с предложением возместить инвесторам их затраты и выкупить облигации на выгодных условиях⁴.

⁴ Портной М. А. Мировые финансы — время беспрецедентных изменений // Россия и Америка в XXI веке. — 2013. — № 1 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rusus.ru/?act=read&id=359>.

С этой точки зрения политика ЕЦБ ведет к дальнейшему наращиванию государственного и корпоративного долга стран еврозоны. В конечном итоге макроэкономическая стабилизация и создание условий для возобновления роста происходят путем перекладывания бремени на будущие поколения. Одновременно утрачивается смысл тех правил бюджетной дисциплины, которые были введены при переходе к единой валюте. Установленные Маастрихтским договором критерии конвергенции, в том числе по размеру дефицита государственного бюджета и государственного долга, превращаются в формальность, имеющую мало общего с экономическими реалиями.

Оценки персонала и руководства ЕЦБ более оптимистичны. Так, по словам члена дирекции ЕЦБ Питера Праета, в условиях, когда институциональная система экономической политики ЕС показала свою недостаточную развитость, ЕЦБ и центральные банки государств — членов еврозоны (вместе формирующие Евросистему) проявили достаточную гибкость, чтобы адаптировать инструменты макроэкономического управления для решения как системных, так и специфических (*idiosyncratic*) проблем с ликвидностью⁵.

С момента своего основания ЕЦБ имеет главную цель, состоящую в поддержании темпов роста цен в зоне евро на уровне 2 % годовых в среднесрочной перспективе. В докризисный период данная задача успешно выполнялась, за исключением короткого периода перегрева экономики накануне 2008 г., когда инфляция вышла за пределы 3 % годовых. В последние

годы проблема ценовой стабильности перешла в иное русло — теперь ЕЦБ стремится избежать дефляции. Задача в целом решается, пусть и не в полной мере. С января 2013 г. темп инфляции в еврозоне последовательно снижался с 1,9 % до –0,6 % годовых. Далее тренд поменял направление, и до февраля 2017 г. инфляция повысилась до 2 % годовых. Однако в последующие месяцы показатель снова опустился, в сентябре-октябре 2017 г. он находился на уровне, близком к 1,5 % годовых.

Примечательно, что в официальных документах ЕЦБ, в выступлениях его руководителей термин «дефляция» не употребляется. Явление и связанные с ним риски обозначаются как «дезинфляция», хотя данные понятия имеют существенную смысловую разницу. Согласно устоявшейся экономической терминологии, дефляция — это отрицательные темпы роста цен. Ее негативные последствия включают: замораживание потребительской активности и инвестиционного спроса (домохозяйства и компании откладывают покупки, ожидая дальнейшего снижения цен), а также отток финансовых ресурсов из страны (владельцы свободных средств ищут места их более прибыльного вложения за рубежом). Дезинфляция была характерна для стран Западной Европы в первой половине 1980-х гг., когда инфляция во Франции, например, упала с 14 % по итогам 1980 г. до 2 % на конец 1986 г. В Италии за это же время она снизилась с 21 до 6 %, в Испании — с 15 до 8, а в Бельгии — с 9 до 1%⁶. Резкое замедление роста цен вынудило компании и домохозяйства, уже привыкшие оперировать в условиях высокой це-

⁵ Praet P. Op. cit.

⁶ International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017.

новой динамики, перестраивать свои стратегии и ежедневные практики. Сократились доходы от вложений в ценные бумаги и депозиты, возникли деформации на рынке недвижимости, а также на ряде рынков потребительских товаров.

Отмечая положительные результаты ЕЦБ в противодействии дефляции, российские экономисты А. И. Бажан и К. Н. Гусев указывают на то, что показатели доходности бизнеса остаются в зоне евро на крайне низком уровне. И это притом, что «банки обладают избыточной ликвидностью, которую им подчас просто некуда с выгодой вложить». По идее, повышение темпов роста цен должно создать условия и для роста доходности капиталовложений в реальный сектор⁷. Однако этот процесс идет медленно и неравномерно, между отдельными странами еврозоны и отраслями их экономики сохраняются существенные различия в инвестиционной привлекательности и доходности бизнеса.

ПОЛИТИКА НИЗКИХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Новая, хотя и ожидаемая специалистами ситуация возникла после того, как сначала в 2014 г. депозитная ставка ЕЦБ переместилась в зону отрицательных значений, а потом, в 2016 г., до нуля опустилась главная ставка — по основным операциям рефинансирования. С тех пор имевшееся у ЕЦБ поле для маневрирования процентными ставками фактически исчезло. Единственное, что он теперь может делать, — это стабилизировать настроения операторов и «штрафовать» банки

за нежелание кредитовать бизнес и население. Понижение ставки рефинансирования больше не способно стимулировать экономический рост, а значит, главному банку еврозоны надлежит искать новые методы влияния на экономику.

Согласно итоговому докладу ЕЦБ за 2015 г., источники основных проблем виделись руководству банка в понижающейся и неустойчивой ценовой динамике, а также в слабой кредитной активности коммерческих банков. В январе 2015 г. Совет управляющих принял решение расширить начатую в октябре 2014 г. программу покупки активов. Ее распространили на номинированные в евро ценные бумаги инвестиционного класса, выпущенные правительствами государств — членом еврозоны, а также агентствами и институтами Евросоюза. Кроме того, было решено изменить условия предоставления оставшихся шести целевых долгосрочных операций рефинансирования и понизить на 10 процентных пунктов ставку по операциям рефинансирования ЕЦБ. По мнению руководства ЕЦБ, данные меры «дали ощутимые результаты, в частности улучшили условия финансирования компаний, включая малые и средние, а также домохозяйств». Сделав кредиты более доступными, данные меры расширили спрос на заемные средства и стимулировали банки к диверсификации своего кредитного портфеля (путем снижения премии за риск при вложении в ценные бумаги)⁸.

Среди решений, принятых на декабрьском заседании Совета управляющих ЕЦБ, следует выделить два

⁷ Бажан А. И., Гусев К. Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне / Под ред. Ал. А. Громыко и В. П. Фёдорова / Европа XXI века Новые вызовы и риски. — М.: С-Пб., 2017. — С. 188.

⁸ ECB Annual Report 2015. — Frankfurt-am-Main, 2016. — P. 40.

наиболее важных. Во-первых, ЕЦБ понизил процентную ставку по суточным депозитам на 10 базисных пунктов — до $-0,30\%$, оставив без изменения процентные ставки по основным операциям рефинансирования и по суточным кредитам — $0,05\%$ и $0,30\%$ соответственно. Во-вторых, ориентировочная дата окончания ежемесячных покупок активов в размере 60 млрд евро по программе количественного смягчения отодвинулась до марта 2017 г., если до этого времени инфляция в еврозоне не стабилизируется на заданном денежно-кредитной стратегией ЕЦБ уровне около 2% годовых. Кроме того, ЕЦБ в очередной раз расширил список номинированных в евро рыночных долговых инструментов, которые могли использоваться в качестве залога в основных операциях рефинансирования евросистемы⁹.

Еще одним предметом заботы ЕЦБ стало предотвращение фрагментации финансового пространства зоны евро. Такая фрагментация стала закономерным следствием сильно разнящегося странового риска и резкого падения доверия к наиболее пострадавшим в ходе кризиса странам еврозоны (которым оказывалась экстренная финансовая помощь из специально созданных фондов ЕС при участии МВФ). В годовом докладе ЕЦБ за 2015 г. отмечалось, что происходившее в период с сентября 2011 г. по июнь 2014 г. снижение ставок ЕЦБ по основным операциям рефинансирования (в общей сложности на 125 базисных пунктов) не в полной мере и неравномерно нашло выражение в снижении средних ставок по розничным кредитам. Зато принятые ЕЦБ с весны 2014 г.

меры действительно способствовали значительному снижению ставок банковского кредитования. К октябрю 2015 г. они понизились на 80 базисных пунктов. Столь внушительный результат, по мнению аналитиков ЕЦБ, стал возможен благодаря программе количественного смягчения и целевым долгосрочным операциям рефинансирования. Последние, как показала статистика, способствовали гораздо более заметному снижению коммерческих ставок в сильно пострадавших от кризиса странах, нежели в относительно благополучных государствах. Речь, конечно, идет о финансовых учреждениях, участвовавших в тендерах на получение ликвидности в рамках целевых операций долгосрочного рефинансирования¹⁰.

Любопытно, что на фоне слабого восстановления экономики ЕЦБ впервые заинтересовался тем, как проводимая им денежно-кредитная политика влияет на различные сегменты бизнеса, а именно на малые и средние предприятия. Как известно, монетарная политика в первую очередь воздействует на банковский сектор, а через него — на кредитуемые банками крупные компании. Малый и средний бизнес остается несколько в стороне от процесса, поскольку мелким компаниям сложнее привлечь финансирование. Банки ссужают их в меньших объемах и по менее привлекательным ставкам, чем крупные корпорации, особенно транснациональные.

В декабре 2015 г. ЕЦБ провел опрос малых и средних предприятий. По его итогам выяснилось, что недостаточный доступ к внешнему финансированию назвали в качестве проблемы

⁹ ECB Annual Report 2015. — Frankfurt-am-Main, 2016. — P. 40.

¹⁰ Там же. С. 45.

только 10 % респондентов, тогда как 25 % указали на проблемы с нахождением клиентов и около 17 % — на проблемы кадрового характера¹¹. Не ставя под сомнение ценность подобного опроса, следует понимать, что он не позволил количественно или качественно оценить разницу в доступе к кредитам между крупными и малыми предприятиями, а также не дал информации об изменении данной разницы в последние годы. Тем не менее сама инициатива ЕЦБ заслуживает внимания, ничего подобного главный банк еврозоны раньше не делал. Данный шаг может указывать на то, что ЕЦБ начинает не только понимать, что его единая монетарная политика по-разному влияет на различные сегменты экономики, но и приступает к выявлению данной разницы с тем, чтобы впоследствии активно заниматься ею.

Приоритеты денежно-кредитной политики ЕЦБ в 2016 г. остались теми же, что и в 2015 г., правда, их очередность изменилась. Теперь на первый план вышла цель «эффективного закрепления восстановительных процессов», тогда как «отражение дезинфляционного давления» разместилось на втором месте. Выполнению поставленных задач мешало общее ухудшение экономической обстановки, растущие неопределенность и геополитические риски, плюс усиление волатильности на финансовых и товарных рынках. Неблагоприятно сказывалось на еврозоне общее замедление темпов роста мировой экономики, торможение экономики Китая и других стран с формирующимися рынками. Падение мировых цен на нефть и мед-

ленный рост зарплат в ЕС осложняли борьбу ЕЦБ с дефляцией¹². Обоснованную тревогу руководителей ЕЦБ вызвало снижение среднесрочных рыночных инфляционных ожиданий: они опасались отрицательных эффектов второй волны, когда настроения рынков еще больше сковали бы деловую активность. Настораживающие прогнозы вынудили Совет управляющих ЕЦБ пересмотреть действовавший инструментарий монетарной политики.

На состоявшемся в марте 2016 г. заседании Совет управляющих решил в очередной раз понизить базовые ставки: ставка по суточным депозитам опустилась до -0,40 % годовых, ставка по основным операциям рефинансирования упала до 0, а ставка по суточным кредитам составила 0,25 %. Ежемесячные покупки активов в рамках программы количественного смягчения возросли до 80 млрд евро при одновременном расширении лимитов выпуска и покупки активов определенных типов. Новая программа закупок обязательств корпоративного сектора (*corporate sector purchase programme* — CSPP) вошла в общую программу покупки активов. Стартовали четыре новые целевые операции длительного рефинансирования, каждая сроком до четырех лет, начиная с июня 2016 г. Совет управляющих продолжал разъяснять компаниям и населению свои намерения сохранить ключевые ставки на низком уровне в течение длительного времени¹³. Таким образом, главный банк еврозоны стремился создать обстановку уверенности и предсказуемости для субъектов хозяйственной деятельности.

¹³ ECB Annual Report 2016. — Frankfurt-am-Main, 2017. — P. 44.

¹¹ ECB Annual Report 2015. — Frankfurt-am-Main, 2016. — P. 46.

¹² ECB Annual Report 2016. — Frankfurt-am-Main, 2017. — P. 43.

К концу года специалисты ЕЦБ с удовлетворением констатировали возросшую устойчивость процесса макроэкономического восстановления в зоне евро. По их мнению, этому помогло продолжающееся сильное влияние (path-through) мер денежно-кредитной политики на реальную экономику еврозоны. Восстановление происходило умеренным, но стабильным темпом на фоне укрепления внутреннего спроса, роста реальных располагаемых доходов, создания новых рабочих мест и сохраняющихся весьма благоприятных условий кредитования. Инфляция поднялась вследствие роста мировых цен на энергоносители¹⁴.

По итогам 2016 г. специалисты ЕЦБ предприняли новаторскую попытку оценить влияние денежно-кредитной политики на различные секторы экономики и, что особенно важно, на отдельные группы населения. Фактически речь идет о распределительной функции мер монетарного вмешательства в экономику. Сюжет весьма чувствительный как в политическом, так и в социальном плане. Тем не менее ЕЦБ не побоялся заявить о неравномерном распределении выигрыша от снижения ставок и расширения доступа к финансовым ресурсам. В годовом докладе за 2016 г. данной теме посвящена специальная врезка в разделе о денежно-кредитной политике¹⁵.

Денежно-кредитная политика, как пишут авторы доклада, воздействует на распределение доходов по двум финансовым каналам: влияет на финансовые поступления (financial income) и на накопленную стоимость матери-

альных ценностей (wealth). В терминах макроэкономической теории речь идет о потоке и запасе благ. Когда центральный банк понижает ставки или покупает активы, финансовые доходы секторов и домохозяйств меняются по-разному — в зависимости от их чистой финансовой позиции (т. е. от того, являются ли они нетто-должниками или нетто-кредиторами). Исследуя поток, специалисты ЕЦБ сосредоточили внимание на одном, самом представительном показателе — доходе от депозитов. Анализ данных показал, что за период со второго квартала 2014 г. до третьего квартала 2016 г. чистые процентные доходы финансовых учреждений (измеренные как доля от ВВП) заметно сократились. Компании финансового сектора не пострадали от снижения ставок по депозитам, их чистые денежные доходы изменились незначительно¹⁶.

Домохозяйства в целом потеряли очень незначительную часть чистого процентного дохода — примерно 0,1 % ВВП. В целях более детального анализа все домохозяйства еврозоны были поделены в зависимости от их дохода на пять групп. У четырех нижних групп доля процентных поступлений в совокупном доходе составляет менее 2 %, поэтому понижение ставок по депозитам никак не отразилось на их доходах. Только верхний квантиль ощутил изменения: доля чистых денежных поступлений в виде процентов по депозитам сократилась с 7 до 5 % в совокупном семейном доходе¹⁷.

Исследуя запас, аналитики ЕЦБ учитывали два показателя: рыночную

¹⁴ Там же. С. 46–47.

¹⁵ ECB Annual Report 2016. Box 5. The distributional impact of monetary policy. — Frankfurt-am-Main, 2017. — P. 48–50.

¹⁶ Там же. С. 49.

¹⁷ ECB Annual Report 2016. Box 5. The distributional impact of monetary policy. — Frankfurt-am-Main, 2017. — P. 49.

цену недвижимости и рыночную цену финансовых активов. Таким образом они пытались оценить, как денежно-кредитная политика ЕЦБ отразилась на уровне благосостояния различных слоев населения. Как и следовало ожидать, владеющие финансовыми активами (акциями и облигациями) домохозяйства сконцентрированы в верхней части распределительной диаграммы. Три четверти населения вообще никак не реагирует на изменение стоимости ценных бумаг. Обладание недвижимостью характерно для всех слоев населения, следовательно, повышение рыночной стоимости жилья распределяется более равномерно, сказываясь на накопленном богатстве домохозяйств. Именно этот фактор позволил экспертам ЕЦБ прийти к выводу, что с середины 2014 г. домохозяйства всех пяти уровней дохода выиграли от проводимой им денежно-кредитной политики: их общее материальное богатство, соотнесенное с размером среднего дохода, возросло. Интересно другое: если смотреть, как прирост чистого накопленного богатства (mean net wealth) распределялся по группам населения (в зависимости от их дохода), то выводы получаются противоположными. Доля чистого накопленного богатства 20 % самых состоятельных домохозяйств (верхний квантиль) в их среднем совокупном доходе увеличилось с середины 2014 г. на 30 процентных пунктов. Для домохозяйств четвертого квантиля этот прирост составил около 15 процентных пунктов, а для двух нижних квантилей — 3–4 процентных пункта¹⁸.

На протяжении 2017 г. в области денежно-кредитной политики ЕЦБ не произошло существенных изменений. Пресс-релизы, публикуемые по итогам заседаний Совета управляющих, выглядели очень похожими. В них проводилось три основные мысли: 1) ключевые процентные ставки в еврозоне останутся низкими продолжительное время; 2) программа количественного смягчения будет продолжена; 3) центробанки евросистемы продолжат реинвестировать средства, полученные от погашения обязательств, которые они приобретали ранее по программе выкупа активов.

Ключевые ставки ЕЦБ оставались в 2017 г. на прежнем исторически низком уровне: 0,00; 0,25 и –0,40 % соответственно. По итогам заседания Совета управляющих 26 октября 2017 г. к названным выше пунктам добавился еще один, новый по форме, но не по сути. ЕЦБ подтвердил, что основные операции рефинансирования и традиционные (проводимые раз в три месяца) долгосрочные операции длительного рефинансирования будут по-прежнему проводиться в форме тендеров с фиксированной ставкой и с полным удовлетворением заявок. Данная практика сохранится до истечения последнего в 2019 г. учетного периода (maintenance period), в пределах которого в евросистеме исчисляется выполнение коммерческими банками норматива обязательных резервов¹⁹.

Воспринимая коммерческие банки как первое и главное звено в трансмиссионном механизме своей денежно-кредитной политики, ЕЦБ расширяет трактовку своих действий. Президент

¹⁸ ECB Annual Report 2016. Box 5. The distributional impact of monetary policy. — Frankfurt-am-Main, 2017. — P.50.

¹⁹ ECB Press release. Monetary policy decisions. 26 October 2017 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html>.

ЕЦБ Марио Драги, выступая 17 ноября 2017 г. на Европейском банковском конгрессе, заявил, что «денежно-кредитная политика помогает уменьшить кредитное плечо и обеспечить более устойчивый подъем», что, в свою очередь, призвано содействовать дальнейшему упрочению финансового положения банков. По его словам, уверенности в дальнейшем восстановлении экономики придает и то, что рост все больше опирается на эндогенные, а не на экзогенные факторы. Если недавно его поддерживали меры денежно-кредитной политики ЕЦБ и снижение мировых цен на нефть, то сейчас рост начинает воспроизводить сам себя. Включаются рыночные мультипликаторы: национальный доход растет в ответ на рост потребления, что приводит к дальнейшему расширению масштабов экономической активности²⁰.

Драги обратил внимание на два новых аспекта денежно-кредитной политики ЕЦБ. Первый касается возможного негативного влияния длительного периода низких процентных ставок на доходы коммерческих банков. Логично предположить, что данный вопрос обсуждался в кулуарах банковских форумов, и потому ЕЦБ инициировал собственное исследование по теме. Его результаты пока не дают оснований для беспокойства²¹. За последние два года чистые процентные доходы коммерческих банков оставались стабильными. Их возможное снижение в будущем должно компенсироваться,

по словам Драги, ростом качества кредитов и, следовательно, снижением резервов на потери по ссудам²².

Второй аспект имеет макроэкономическое измерение. Низкие процентные ставки могут способствовать накоплению финансовых рисков, которые должны быть предметом тщательного отслеживания. Пока ЕЦБ не видит признаков системных рисков в масштабах еврозоны. Возникающие единичные локальные рычаги, по мнению главы ЕЦБ, следует гасить при помощи инструментов микро- и макропруденциальной политики, а не при помощи единой для всей еврозоны денежно-кредитной политики²³.

НЕКОТОРЫЕ ВЫВОДЫ

За время, прошедшее после мирового финансового кризиса, монетарная политика ЕЦБ совершила идеологический поворот и пополнилась многими новыми инструментами. Сейчас можно говорить о том, что монетаристская концепция ЕЦБ сохранилась, но рыночный фундаментализм, характерный для периода создания единой валюты, ослаб и трансформировался. Причем эта трансформация захватила не только общую экономическую политику ЕС, за которую отвечают Совет и Европейская комиссия, но, казалось бы, прочно защищенную от кейнсианских посягательств единую денежно-кредитную политику ЕЦБ. Сегодняшнюю политику ЕЦБ можно разделить на два функциональных блока, пер-

²⁰ Draghi M. Monetary policy and the outlook for the economy. Speech at the Frankfurt European Banking Congress "Europe into a New Era — How to Seize the Opportunities", Frankfurt am Main, 17 November 2017 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171117.en.html>.

²¹ Altavilla C., Boucinha M., Peydró J.-L. Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment. ECB Working Paper Series. No 2105. October 2017 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2105.en.pdf?fe260851eebae3cc673aeb7a62834b19>.

²² Draghi M. Ibid.

²³ Там же.

вый из которых отвечает традиционной идеологии монетаризма, а второй явно тяготеет к кейнсианству.

Монетаристская часть представлена четырьмя элементами. Во-первых, сохраняется главная цель ЕЦБ — поддержание ценовой стабильности, правда, в ее зеркальном от первоначального предназначения виде. Ныне идет борьба не с инфляцией, а с дефляцией. Здесь успехи ЕЦБ довольно значительны, хотя и не безупречны. Во-вторых, ЕЦБ сумел предотвратить кризис ликвидности в зоне евро, который, если бы он разразился, нанес бы непоправимый ущерб экономике ЕС и всего мира, не говоря уже о населении еврозоны. В-третьих, ЕЦБ вплотную занимается проблемами банковского сектора, который является главным каналом финансирования экономики еврозоны. В-четвертых, монетарная политика ЕЦБ также решает задачу сохранения единства финансового пространства еврозоны, противодействует его фрагментации.

Кейнсианская часть действий ЕЦБ имеет, по мнению автора, три основных измерения. Первое состоит в том,

что с началом кризиса банк оказался на передней линии антикризисной кампании. Не оставалось сомнений в том, нужно ли ему вмешиваться в ситуацию или ждать, пока рыночные силы, как подразумевали классики, сами вернут экономику в состояние равновесия. Почти все рецепты вмешательства, примененные ЕЦБ, имеют кейнсианскую природу. Второе измерение — начавшаяся с лета 2014 г. политика воздействия на активы коммерческих банков с целью воздействовать на реальный сектор и способствовать устойчивому восстановлению экономики. Третье измерение — возникшее совсем недавно, но явно усиливающееся внимание ЕЦБ к вопросам распределения эффектов денежно-кредитной политики по секторам экономики и слоям населения. Инициированные им и проведенные в 2015 и 2016 гг. исследования позволили обнаружить значительную неравномерность этого влияния. Данная работа находится в самом начале, ее продолжение может открыть новые направления деятельности ЕЦБ, о которых основатели ЭВС даже не помышляли.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. *Бажан А. И.* Еврозона — проблемное будущее // Белорусский экономический журнал. — 2011. — № 3 (56). — С. 76–85.
2. *Бажан А. И., Гусев К. Н.* Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне / Под ред. Ал. А. Громыко и В. П. Фёдорова // Европа XXI века. Новые вызовы и риски. — М.; С-Пб., 2017. — С. 178–193.
3. *Бажан А. И., Гусев К. Н.* Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне / Под ред. Ал. А. Громыко и В. П. Фёдорова // Европа XXI века. Новые вызовы и риски. — М.,; С-Пб., 2017. — С. 188.
4. *Борко Ю. А.* ЕС после финансово-экономического кризиса / / Под ред. О. Ю. Потемкиной (отв. ред), Н. Ю. Кавешникова, Н. Б. Кондратьевой // Европейский союз в XXI веке: время испытаний. — М.: Весь Мир, 2012. — С. 35–71.
5. *Буторина О. В.* Антикризисная стратегия Европейского союза: ближние и дальние рубежи // Полития. — 2009. — № 3. — С. 115–120.

6. *Буторина О. В., Цибулина А. Н.* Экономический и валютный союз. Европейская интеграция: Учебник / Под ред. О. В. Буториной О. В. (отв. ред.) и Н. Ю. Кавешникова. — Изд. 2-е, перераб. и доп. — М.: Аспект Пресс, 2016. — С. 198–228.
7. *Варнавский В. Г.* Системный кризис еврозоны: экономика vs политика // *Мировая экономика и международные отношения*. — 2012. — № 11. — С. 43–49.
8. *Гусев К. Н.* Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне // *Банковское дело*. — 2015. — № 8. — С. 14–17.
9. Долговой кризис в ЕС и перспективы евро / Под ред. А. И. Бажана (отв. ред.), А. А. Масленикова // *Доклады Института Европы РАН*. — М.: Институт Европы РАН, 2012. — № 276.
10. *Дубянский А. Н.* Проблемы евро как единой валюты // *Петербургский экономический журнал*. — 2013. — № 1 (1). — С. 65–72.
11. Еврозона: проблемы и перспективы // *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*. — 2017. — Т. 33. — Вып. 2. — Сер. 5 — С. 303–335.
12. *Ларионова М. Л., Серегина С. Ф.* Европейский долговой кризис и новые направления реформирования механизмов экономической политики ЕС // *Российский экономический журнал*. — 2012. — № 6. — С. 68–94.
13. *Пищик В. Я.* Дисбалансы в зоне евро и новые подходы к их регулированию: институциональный и управленческий аспекты // *Банковское дело*. — 2015. — № 10. — С. 25–33.
14. *Пищик В. Я.* Тенденции развития европейского экономического и валютного союза // *Международная экономика*. — 2013. — № 2. — С. 28–35.
15. *Портной М. А.* Мировые финансы — время беспрецедентных изменений // *Россия и Америка в XXI веке*. — 2013. — № 1 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rusus.ru/?act=read&id=359>.
16. *Цибулина А. Н.* Банковский и фискальный союзы в ЕС: что важнее? // *Вестник МГИМО-Университета*. — 2014. — № 4 (37). — С. 155–161.
17. *Altavilla C., Boucinha M., Peydró J.-L.* Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment. ECB Working Paper Series. No 2105. October 2017. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrwpws/ecb.wp2105.en.pdf?fe260851eebae3cc673aeb7a62834b19>.
18. *Draghi M.* Monetary policy and the outlook for the economy. Speech at the Frankfurt European Banking Congress “Europe into a New Era — How to Seize the Opportunities”, Frankfurt am Main, 17 November 2017. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171117.en.html>.
19. ECB Annual Report 2015. — Frankfurt-am-Main, 2016. — P. 40.
20. ECB Annual Report 2016. — Frankfurt-am-Main, 2017. — P. 43.
21. ECB Press release. Monetary policy decisions. 26 October 2017 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html>.
22. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017.
23. *Praet P.* The ECB and its role as lender of last resort during the crisis. Speech at the Committee on Capital Markets Regulation conference on «The lender of last resort — an international perspective», Washington DC, 10 February 2016 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160210.en.html>.